

分析师： 乔洋 (8621) 68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120007

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751126 appi_claret@hotmail.com

预期二季度亏损，更应预期后续复苏

事件描述

双汇发展（000895）今日发布 2011 年中报业绩预告：

- 预计 2011 年中期净利润为 5600~11300 万元，基本每股收益为 0.092~0.186 元，均同比下滑 80%~90%；
- 上半年业绩同比大幅下降主要来自产品销量下滑、确认产品退货损失、加大产品促销、主要原材料价格大幅上升等因素综合所致；同时公司已采取了多项措施来稳定市场、恢复销售，并已逐步产生积极效果。

事件评论

第一，预减原因拆分

一季度公司实现净利润 2.65 亿，半年度实现 0.5 亿到 1.1 亿，意味着单季亏损 1.3-2（按照 25% 的利润增速推断）；或上半年度比正常情况累计降 5-6 亿。对于上半年扰动公司业绩的因素，我们认为主要来自三个方面，即收入的下降+回收存货计提损失+费用的增加（广告费&监测费），因此净利润 80%~90% 的同比下滑可由此进一步细分。

屠宰方面，今年 3.1~3.15 屠宰 1.5W 头，3.15~3.30 屠宰 3300 头，4 月和 5 月均为 2 万头左右，预计 6 月份也在 2 万头，故今年上半年的屠宰量估计在 414 万头左右，和去年同期相比下降约 45%；肉制品方面，3.15 之前日发货量为 4400 吨~4500 吨，折合每月 13 万吨，4 月份 7 万吨，5 月份 10 万吨，6 月份预计 13~14 万吨，上半年的肉制品发货量总和约为 64 万吨，同比去年下降约 20% 左右。考虑到今年上半年猪价高企的因素，估计两者在收入方面的降幅应该为 30% 和 15%，进一步结合肉制品和鲜冻品在利润贡献中的比例（肉制品的利润贡献接近 50%，鲜冻品的利润贡献在 30% 多），由于收入下降带来的净利润下降幅度应该在 20% 左右，即 1.2 个亿左右。

回收存货计提损失大概在 3 个亿左右，因此上半年包括检测、促销、广告在内的费用投放大约为接近 2 个亿。

第二，一次性减值更利于长远

从公司公告，我们推断公司应当是二季度大幅减值、计提、投放了费用。我们认为这对于公司股份的长期恢复是不错的方式。

一方面，回收大幅减值，表明公司确实严格处理滞销产品；同时，我们可以推断公司严格执行头头检测标准。第二，费用投放有利于公司产品质量保证和后续恢复。并且，减值的副产物是后续递延所得税资产的增多。

所以，我们预期到减值，更应看到，后续恢复情况下经营业绩的弹性所在。

第三，关注收入恢复

正向我们在前期深度报告中所述，今年的重点在于拓、而非保。收入的恢复依然是公司复苏的基础。

肉制品方面：

整体来看，肉制品的恢复程度要好于预期，这里分两个维度：同比去年，发货量的恢复程度为 92%~93%；相比 3.15 之前，恢复程度也在 90%以上。正常水平下公司 4 万吨左右的库存可以维持 13 万吨/月的销售，而 5 月份销量 10 万吨左右，对照 38000~39000 吨的库存可以发现补库存已接近尾声，即 6 月份以来依然 90%的日发货水平形成的全部应该是真实需求。

鲜冻品方面：

目前生猪日屠宰量在 20000 头左右，去年同期日屠宰量 40000 头，3.15 之前大概在 30000 万头左右。屠宰环节下游分为冷鲜肉（80%）和自用（20%），我们所说的恢复情况一般是指前者，也就是直接面市的鲜冻品恢复比例（相比 3.15 之前）在 90%左右。

值得注意的是，屠宰环节同比仅为 5 成左右并非恢复不好，一方面来自今年猪价高企（目前生猪价格为 16.8 元/公斤，而去年同期仅为 9 元/公斤），另一个原因是去年国家有储备肉制度，而今年则没有，即同比的口径不一样（同口径后同比恢复应该有 7 成左右）。

第四， 预减之后将是复苏

二季度将形成业绩低点，后续正面信息将更加明确的看到。一次性预减，对当期业绩影响比较大，但为后续业绩恢复扫清障碍。我们继续维持反向投资机会的判断，建议投资者根据此信息的出台反映期择机配置，维持“推荐”。

PS：我们基本可以进行双汇发展的业绩估算，请见我们后续跟踪。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。